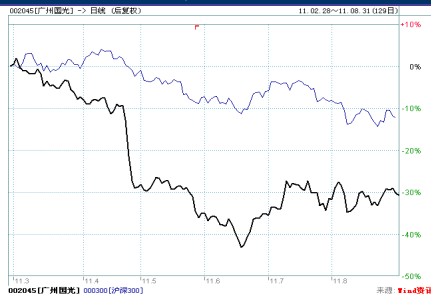


新消费专题研究报告：广州国光（002045）：三阶段成长，先看毛利率反转

消费行业——消费类电子

调高评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
广州国光	1.02	6.44	-36.01
沪深 300	-4.94	-5.87	-2.67

市场数据 2011.8.30

当前价格（元）	8.00
52 周价格区间（元）	6.49-14.43
总市值（百万）	3298
流通市值（百万）	2694
总股本（万股）	41690
流通股（万股）	33973
日均成交额（百万）	30.49
近一月换手（%）	25.37

相关报告

2010.10.21《广州国光（002045）：短期须耐心等待拐点；长期看，专注为公司赢得市场地位》

分析师

梁雪飞 执业证书编号：S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☐ 是 ☒ 否

- 消费类电子年内跌幅最大，ttm 市盈率最高，然而行业整体成长性也最快，落入“低股价涨幅、市盈率高企”的第四象限；同业内横向数据比较显示，广州国光处于“低股价涨幅、低市盈率”的第三象限，但这只是夕阳股的必要条件，据此做出否定是不够的，须分析公司具体原因；公司估值处于历史中位。据此三点，尚且不能构成调高公司投资评级的充分条件；
- 公司中报的预期差线索依然尚不能构成调高公司投资评级的充分条件：我们从上半年第一阶段指标选股：收入增长、利润增长、毛利率、管理效率、现金流等主要指标“抗跌”的个股，过度到下半年第二阶段：主要指标“最快反转”的个股；
- 自上而下的预期差线索构成调高公司投资评级的充分条件；
- 公司经营的预期差线索：“大客户大订单”构筑高壁垒；产品品类和结构紧跟时代消费潮流，坚持中高端路线。“三年再造一个国光”的收入目标有望提前一年实现；产能保证完善；内销是未来 5 年的二次重要蜕变点，有望加宽公司的护城河。爆发点最快在 2012 年。美加旗舰店慢于预期；整体毛利率有望从 2010 年下半年的低谷中逐季企稳，2011 年下半年回升至 20% 的概率较大，未来 1 年回升到 25% 的历史高位概率较低；“三年再造一个国光”的 2 亿元净利润目标将在 2012 年集中实现；
- 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.28/0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 29/15 倍。公司是消费电子类行业少有的稳健性品种，2011 年收入已提前实现“三年再造一个国光”的目标，2012 年有望实现净利润“三年再造一个国光”的目标。公司已奋力度过 2010 年下半年到 2011 年一季度最困难的时期，所受冲击已明显减少。接下来将观察到公司的“三阶段成长”，在自上而下和经营预期差的线索中，可以找到调高公司投资评级的充分条件，调高公司的投资评级由“中性”至“增持”。

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1013	1721	2491	3172
营业利润（百万元）	127	135	137	266
净利润（百万元）	111	115	116	226
摊薄每股收益（元）	0.27	0.28	0.28	0.54
摊薄每股净资产（元）	1.93	2.29	3.31	3.85
ROE（%）	13.99	12.23	8.46	14.03

为什么选择在这个时候关注广州国光？

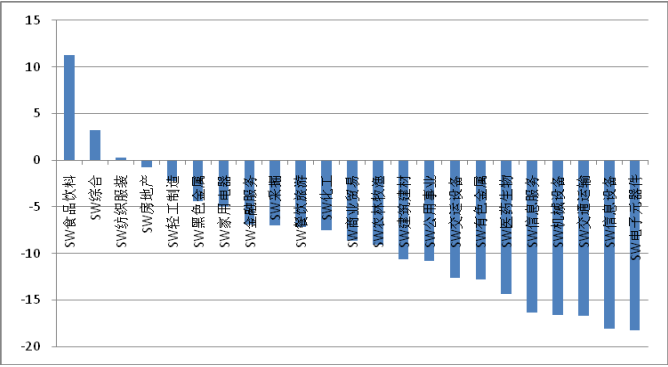
纵观市场股票，根据其市场表现大致分成四类（表 1）。图 1、图 2 行业间数据比较显示，消费类电子年内跌幅最大，ttm 市盈率最高，然而行业整体成长性也最快，落入“低股价涨幅、市盈率高企”的第四象限；表 2、表 3 同业内横向数据比较显示，广州国光处于“低股价涨幅、低市盈率”的第三象限，但这只是夕阳股的必要条件，据此做出否定是不够的，须分析公司具体原因；图 3 显示公司估值处于历史中位。——据此三点，尚且不能构成调高公司投资评级（2010 年 10 月 21 日首次评级“中性”）的充分条件。

表 1 根据市场表现进行的股票分类

高股价涨幅、市盈率不断下降 (白马股+成长股的必要非充分条件, 须谨防经济周期末期的戴维斯双杀)	高股价涨幅、市盈率高企不下 (白马股的必要非充分条件)
低股价涨幅、低市盈率 (夕阳股的必要非充分条件, 容易遇到双陷阱)	低股价涨幅、市盈率高企 (黑马股的诞生基地, 既非充分也非必要条件)

资料来源 国海证券研究所

图 1 行业涨跌幅比较，消费类电子跌幅最大，年内尚未表现



资料来源 Wind

图 2 行业估值比较，消费类电子 ttm 估值最高，11 年成长最快

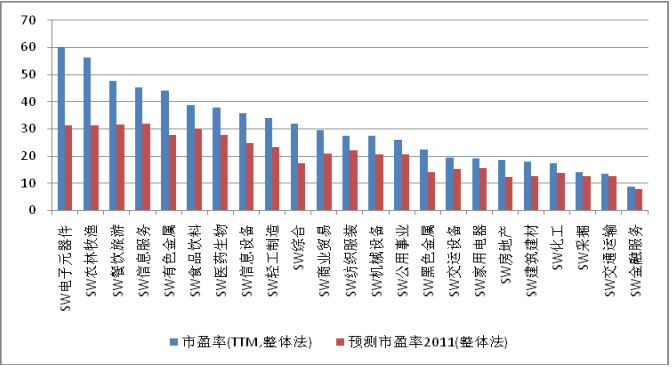


表 2 同业内公司涨跌幅比较来看，广州国光跌幅 32.47%

证券代码	证券简称	年内涨跌幅	证券代码	证券简称	年内涨跌幅	证券代码	证券简称	年内涨跌幅
002179.SZ	中航光电	30.56	000823.SZ	超声电子	-9.06	002512.SZ	达华智能	-21.88
002079.SZ	苏州固锝	29.95	600206.SH	有研硅股	-9.20	000636.SZ	风华高科	-22.55
300232.SZ	洲明科技	28.14	300053.SZ	欧比特	-9.43	600602.SH	广电电子	-22.60
002587.SZ	奥拓电子	26.60	002484.SZ	江海股份	-10.31	002156.SZ	通富微电	-23.17
300219.SZ	鸿利光电	22.88	002137.SZ	实益达	-10.32	600261.SH	阳光照明	-23.53
002288.SZ	超华科技	22.48	000070.SZ	特发信息	-11.05	002161.SZ	远望谷	-23.61
300183.SZ	东软载波	21.13	000725.SZ	京东方 A	-11.08	300046.SZ	台基股份	-24.07

300223.SZ	北京君正	19.80	300111.SZ	向日葵	-11.36	600651.SH	飞乐音响	-24.24
002475.SZ	立讯精密	16.23	002369.SZ	卓翼科技	-11.93	600584.SH	长电科技	-25.13
300227.SZ	光韵达	15.89	002139.SZ	拓邦股份	-12.11	600171.SH	上海贝岭	-25.79
002341.SZ	新纶科技	15.36	002189.SZ	利达光电	-12.16	002119.SZ	康强电子	-25.79
000532.SZ	力合股份	13.42	002199.SZ	东晶电子	-13.81	300083.SZ	劲胜股份	-27.65
600654.SH	飞乐股份	12.74	002351.SZ	漫步者	-14.15	600703.SH	三安光电	-28.38
300241.SZ	瑞丰光电	9.87	000733.SZ	振华科技	-14.53	600360.SH	华微电子	-29.08
000727.SZ	华东科技	8.87	600563.SH	法拉电子	-14.87	002289.SZ	宇顺电子	-29.23
300014.SZ	亿纬锂能	7.41	300131.SZ	英唐智控	-16.50	002056.SZ	横店东磁	-30.87
002214.SZ	大立科技	6.86	600237.SH	铜峰电子	-17.63	002436.SZ	兴森科技	-31.51
000058.SZ	深赛格	6.58	300184.SZ	力源信息	-17.75	600288.SH	大恒科技	-31.88
600363.SH	联创光电	4.63	000541.SZ	佛山照明	-18.25	002008.SZ	大族激光	-32.34
002134.SZ	天津普林	4.41	000020.SZ	深华发 A	-18.47	000050.SZ	深天马 A	-32.35
000413.SZ	宝石 A	1.99	300128.SZ	锦富新材	-18.78	002045.SZ	广州国光	-32.47
002129.SZ	中环股份	0.94	002504.SZ	东光微电	-19.60	300139.SZ	福星晓程	-32.63
002579.SZ	中京电子	0.28	002222.SZ	福晶科技	-19.63	600460.SH	士兰微	-32.67
300207.SZ	欣旺达	-1.67	000806.SZ	银河科技	-19.88	002463.SZ	沪电股份	-32.89
300102.SZ	乾照光电	-2.80	300162.SZ	雷曼光电	-19.92	000925.SZ	众合机电	-35.13
300115.SZ	长盈精密	-3.78	002388.SZ	新亚制程	-20.04	002456.SZ	欧菲光	-39.11
600621.SH	上海金陵	-4.61	600183.SH	生益科技	-20.16	002138.SZ	顺络电子	-39.53
002241.SZ	歌尔声学	-4.78	002055.SZ	得润电子	-20.17	300076.SZ	宁波 GQY	-39.55
002141.SZ	蓉胜超微	-5.83	002185.SZ	华天科技	-20.26	002402.SZ	和而泰	-41.54
002025.SZ	航天电器	-6.00	002414.SZ	高德红外	-20.65	002449.SZ	国星光电	-43.11
002389.SZ	南洋科技	-6.05	002371.SZ	七星电子	-21.02	600707.SH	彩虹股份	-44.30
300220.SZ	金运激光	-6.31	002049.SZ	晶源电子	-21.09	300077.SZ	国民技术	-45.96
000062.SZ	深圳华强	-6.75	300088.SZ	长信科技	-21.11	002106.SZ	莱宝高科	-47.76
002506.SZ	超日太阳	-6.78	002273.SZ	水晶光电	-21.19			
002188.SZ	新嘉联	-7.06	002076.SZ	雪莱特	-21.51			

资料来源 Wind

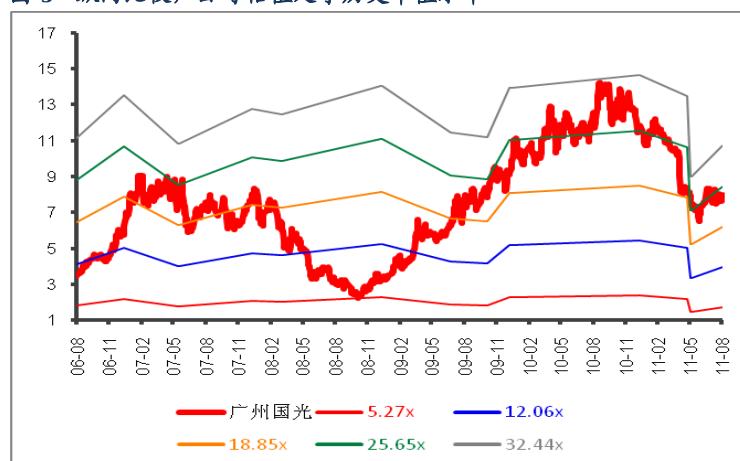
表 3 同业内公司估值横向比较来看，广州国光 2011 年动态估值仅 19.7 倍，估值排名靠后

证券代码	证券简称	预测市盈率 2011	证券代码	证券简称	预测市盈率 2011	证券代码	证券简称	预测市盈率 2011
000532.SZ	力合股份	74.16	000050.SZ	深天马 A	34.96	000636.SZ	风华高科	28.50
002214.SZ	大立科技	66.26	300131.SZ	英唐智控	34.60	000636.SZ	奥拓电子	28.50
002199.SZ	东晶电子	62.48	002579.SZ	中京电子	34.37	000823.SZ	超声电子	28.25
002079.SZ	苏州固得	62.40	300053.SZ	欧比特	34.26	300139.SZ	福星晓程	28.14
002512.SZ	达华智能	59.43	300183.SZ	东软载波	34.01	300046.SZ	台基股份	27.78
002456.SZ	欧菲光	53.01	300162.SZ	雷曼光电	33.81	300076.SZ	宁波 GQY	27.73
000925.SZ	众合机电	50.68	002484.SZ	江海股份	33.38	300088.SZ	长信科技	27.30
002141.SZ	蓉胜超微	47.66	300102.SZ	乾照光电	33.03	002449.SZ	国星光电	27.30
300014.SZ	亿纬锂能	46.54	002273.SZ	水晶光电	32.79	002025.SZ	航天电器	27.18
002504.SZ	东光微电	45.55	300077.SZ	国民技术	32.38	002138.SZ	顺络电子	26.68

002389.SZ	南洋科技	44.28	300219.SZ	鸿利光电	31.79	600703.SH	三安光电	26.43
002179.SZ	中航光电	43.41	300220.SZ	金运激光	31.26	600651.SH	飞乐音响	26.23
002161.SZ	远望谷	42.85	300184.SZ	力源信息	30.86	002351.SZ	漫步者	25.71
002341.SZ	新纶科技	42.30	002222.SZ	福晶科技	30.73	002185.SZ	华天科技	25.52
002371.SZ	七星电子	39.58	002129.SZ	中环股份	30.43	300083.SZ	劲胜股份	24.32
002414.SZ	高德红外	39.43	300128.SZ	锦富新材	30.36	300111.SZ	向日葵	23.79
002241.SZ	歌尔声学	38.63	002139.SZ	拓邦股份	30.10	000062.SZ	深圳华强	22.49
300227.SZ	光韵达	38.34	002402.SZ	和而泰	29.92	600460.SH	士兰微	22.12
002475.SZ	立讯精密	37.65	002156.SZ	通富微电	29.64	002106.SZ	莱宝高科	22.07
300207.SZ	欣旺达	37.61	600584.SH	长电科技	29.63	002008.SZ	大族激光	21.59
600261.SH	阳光照明	37.07	600360.SH	华微电子	29.61	300232.SZ	洲明科技	21.14
300241.SZ	瑞丰光电	36.06	002056.SZ	横店东磁	29.26	002463.SZ	沪电股份	20.02
002369.SZ	卓翼科技	35.43	002506.SZ	超日太阳	28.92	002045.SZ	广州国光	19.71
300115.SZ	长盈精密	35.39	600707.SH	彩虹股份	28.89	600288.SH	大恒科技	19.65
002055.SZ	得润电子	35.33	002436.SZ	兴森科技	28.87	600563.SH	法拉电子	16.57
000541.SZ	佛山照明	35.12	300223.SZ	北京君正	28.69	600183.SH	生益科技	14.90

资料来源 Wind

图 3 纵向比较，公司估值处于历史中值水平



资料来源 Wind

公司中报线索，仅毛利率、订单量满足反转条件，尚且不能构成调高公司投资评级的充分条件

自下而上的基本面选股线索，未必就此推出结论——在去年底开始逐渐显现的“滞涨”背景下，我们从今年上半年的第一阶段指标选股：收入增长、利润增长、毛利率、管理效率、现金流等主要指标“抗跌”的个股，过度到下半年的第二阶段指标选股：收入增长、利润增长、毛利率、管理效率、现金流等主要指标“最快反转”的个股

表 4 年初以来个股涨跌幅与各项主要指标的投资逻辑关系（之一）

证券代码	证券简称	年初以来 涨跌幅	P	PE2010	PE2011	营业收入 同比 2010	营业收入 同比 2011H1	扣非净利 同比 2010	扣非净利 同比 2011H1	毛利率 2010H1	毛利率 2010	毛利率 2011H1
600519.SH	贵州茅台	24.4	204.9	42.3	28.4	20.3	-	17.2	-	91.4	90.9	-
002293.SZ	罗莱家纺	24.0	89.0	59.3	35.2	58.8	51.6	44.9	64.6	39.3	37.8	40.8
002029.SZ	七匹狼	12.7	36.9	37.0	27.2	10.6	22.6	39.0	42.4	41.3	41.6	40.0
600612.SH	老凤祥	56.8	36.4	53.3	35.6	29.6	-	85.7	-	7.5	9.0	-
002345.SZ	潮宏基	-15.7	30.2	50.4	35.9	46.0	59.2	28.7	33.7	35.9	35.4	35.7
300027.SZ	华谊兄弟	5.6	17.1	69.2	47.5	77.4	63.2	59.5	447.7	49.7	47.2	54.9
600631.SH	百联股份	2.8	15.7	28.1	17.7	22.8	16.4	41.94	27.22	25.2	25.2	24.6
000987.SZ	广州友谊	-13.0	22.6	24.6	20.1	21.2	25.9	17.6	13.4	23.1	21.8	22.7
000829.SZ	天音控股	-32.7	7.8	24.1	14.4	19.8	-	63.0	-	12.9	11.9	-
002416.SZ	爱施德	-31.7	31.0	25.7	18.4	24.4	8.6	23.7	30.67	16.6	15.0	-
002291.SZ	星期六	-28.6	10.8	38.3	29.8	29.9	20.5	-12.8	4.1	49.3	47.4	52.5
600887.SH	伊利股份	4.4	19.8	41.1	23.8	22.0	28.4	8.5	132.9	31.8	30.3	31.6
002251.SZ	步步高	3.0	26.9	41.9	31.1	18.3	26.8	0.7	48.8	20.7	20.5	20.3
601933.SH	永辉超市	-3.5	29.7	75.5	49.4	45.3	-	19.1	-	18.6	19.1	-
002286.SZ	保龄宝	-23.6	20.3	48.8	27.5	37.2	41.5	16.3	38.8	21.3	19.6	21.0
002351.SZ	漫步者	-14.2	12.9	39.1	25.7	5.7	19.2	-8.1	2.4	31.2	30.4	28.6
002045.SZ	广州国光	-32.5	7.8	28.9	19.7	68.7	48.2	-8.8	-37.2	25.1	19.0	18.2

资料来源 Wind（注：2011 年年初以来，高端白酒、高端家纺、高端商务男装、金银珠宝首饰、高端百货类、影视娱乐类、超市类、低端食品上市公司涨幅较大，其收入同比、扣非利润同比、毛利率指标都显示出了较好的抗跌性，鉴于其合理涨幅，我们将重点移至收入增长、利润增长、毛利率最快反转概率较大的公司。2011 年下半年，预计天音控股、爱施德、漫步者、广州国光的上述指标反转性机会较大）

表 5 年初以来个股涨跌幅与各项主要指标的投资逻辑关系（之二）

证券代码	证券简称	期间费用率 2010H1	期间费用率 2010	期间费用率 2011H1	存货周转率 2010H1	存货周转率 2010	存货周转率 2011H1
600519.SH	贵州茅台	11.8	15.9		0.1	0.2	
002293.SZ	罗莱家纺	23.0	22.0	23.5	1.2	3.1	1.2
002029.SZ	七匹狼	20.6	21.6	21.9	2.1	3.7	1.8
600612.SH	老凤祥	3.9	4.6		3.8	5.0	
002345.SZ	潮宏基	19.8	20.9	21.1	0.6	1.0	0.5
600631.SH	百联股份	17.1	17.9	15.6	33.4	60.6	26.8
000987.SZ	广州友谊	37.4	25.9	29.4	0.3	2.2	0.6
300027.SZ	华谊兄弟	8.1	8.4	9.3	10.9	20.0	10.3
000829.SZ	天音控股	7.0	7.8		3.7	7.6	
002416.SZ	爱施德	7.2	7.0		3.4	9.6	
002291.SZ	星期六	33.7	33.8	37.8	0.5	1.2	0.4
600887.SH	伊利股份	28.7	28.0	27.9	5.2	9.4	4.7
002251.SZ	步步高	15.9	16.4	14.9	5.0	7.6	4.5
601933.SH	永辉超市	15.1	15.5		6.2	9.5	

002286.SZ	保龄宝	13.9	13.0	14.0	4.2	8.4	2.8
002351.SZ	漫步者	11.7	15.6	14.2	2.7	5.8	3.1
002045.SZ	广州国光	14.3	12.7		1.4	3.6	

资料来源 Wind（注：2011 年年初以来，高端家纺、高端百货类、影视娱乐类上市公司的管理效率指标显示出了较好的改善，鉴于其合理涨幅，我们将重点移至管理效率指标可能最快反转的公司）

表 6 年初以来个股涨跌幅与各项主要指标的投资逻辑关系（之三）

证券代码	证券简称	经营活动现金 流净额 / 营业 收入 2010H1	经营活动现金 流净额 / 营业 收入 2010	经营活动现金 流净额 / 营业 收入 2011H1	资产负债率 2010H1	资产负债率 2010	资产负债率 2011H1	货币资金 2010H1	货币资金 2010	货币资金 2011H1
600519.SH	贵州茅台	0.3	0.5		21.5	27.5		102.7	128.9	
002293.SZ	罗莱家纺	-0.1	0.1	0.1	14.3	23.0	18.8	9.3	10.6	8.6
002029.SZ	七匹狼	0.0	0.1	0.0	27.5	31.7	30.3	2.2	1.4	1.9
600612.SH	老凤祥	0.0	0.0		67.8	65.6		10.1	9.0	
002345.SZ	潮宏基	-0.2	-0.3	-0.1	7.0	7.1	14.7	7.3	4.8	3.6
600631.SH	百联股份	0.1	0.1	0.1	52.2	50.8	46.5	9.8	17.8	21.0
000987.SZ	广州友谊	-0.8	0.1	0.3	17.9	22.3	17.9	7.2	8.5	6.9
300027.SZ	华谊兄弟	-0.1	0.1	0.0	39.6	47.1	43.0	15.3	20.6	20.3
600887.SH	伊利股份	0.1	0.0	0.1	72.2	70.6	71.5	43.4	33.4	49.4
002251.SZ	步步高	0.1	0.1	0.1	50.3	59.0	60.5	6.3	6.1	5.2
601933.SH	永辉超市	0.1	0.1		67.0	42.3		5.0	26.4	
002286.SZ	保龄宝	0.1	0.0	0.0	37.0	31.9	32.8	3.3	1.5	1.1
000829.SZ	天音控股	-0.1	0.0		64.6	65.8		20.8	26.3	
002416.SZ	爱施德	-0.1	-0.1		30.4	11.4		26.9	18.4	
002291.SZ	星期六	-0.3	-0.2	0.0	19.7	18.7	23.3	7.0	6.2	6.0
002351.SZ	漫步者	0.1	0.1	0.1	5.2	7.2	7.0	12.3	4.3	2.9
002045.SZ	广州国光	-0.1	-0.1		41.6	49.3		4.3	4.4	

资料来源 Wind（注：2011 年年初以来，高端白酒、高端家纺、高端百货类、影视娱乐类上市公司的现金质量指标都显示出了较好的抗跌性，鉴于其合理涨幅，我们将重点移至现金质量最快反转概率较大的公司）

公司 2011 年中报的主要信息如下：公司实现营业总收入 94,739.20 万元，同比增长 48.24%；其中主营音响业务收入 92,781.31 万元，同比增长 49.28%，其他业务收入(主要为厂房出租收入)1,957.89 万元，同比增长 11.64%；营业利润 4,558.99 万元，同比下降 36.09%；归属于上市公司股东的净利润 4,322.26 万元，同比下降 37.15%。

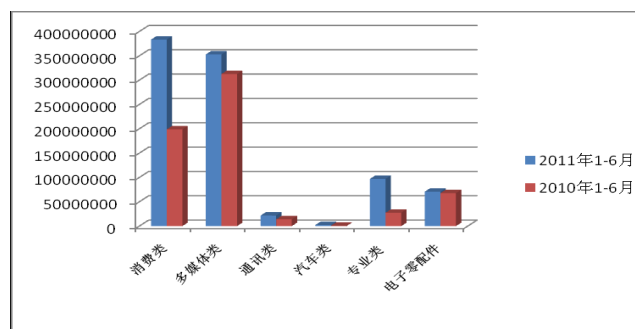
单纯根据 2011 年中报信息，满足反转条件的指标如下：

1) 毛利率继续企稳回升：由于公司积极采取提高效率、提高盈利的措施，毛利率已走出 2010 年下半年以来的低谷，达到 18.23%，与 2010 年下半年的 15.51%相比，提升了 2.72 个百分点；

2010 年下半年以来，公司毛利率低位徘徊有外部原因：1) 原材料价格上涨，尤其是部分稀有金属价格涨幅超过 100%，与公司产品息息相关的镨钕合金及镓铁合金从 2011 年 1 月中旬开始价格持续上涨，其中镨钕合金价格由 1 月 28 万元/吨升至 6 月末 167 万元/吨，镓铁合金价格由 1 月 1450 元/公斤升至 6 月末 14000 元/公斤，公司年初对镨钕合金及镓铁合金价格进行锁定，但不能完全抵销涨价带来的产品成本上涨；2) 人工成本上升。为稳定一线员工队伍，年初公司调整了车间薪酬方案，一线员工薪酬增幅超过 20%，导致总体人工成本同比上升了约 10%，增加了车间成本，削减了产品毛利率；3) 人民币持续升值。2011 年上半年美元对人民币平均汇率 6.5338，上年同期 6.8044，对公司音响主营业务收入的影响幅度超过 3%。也有内部原因：公司认为抢占市场份额、扩大规模是保持公司增长，提升综合竞争力和抗风险的目标，在首要抢夺市场份额中，没能同时以盈利为重，使得整体毛利率有所下降。

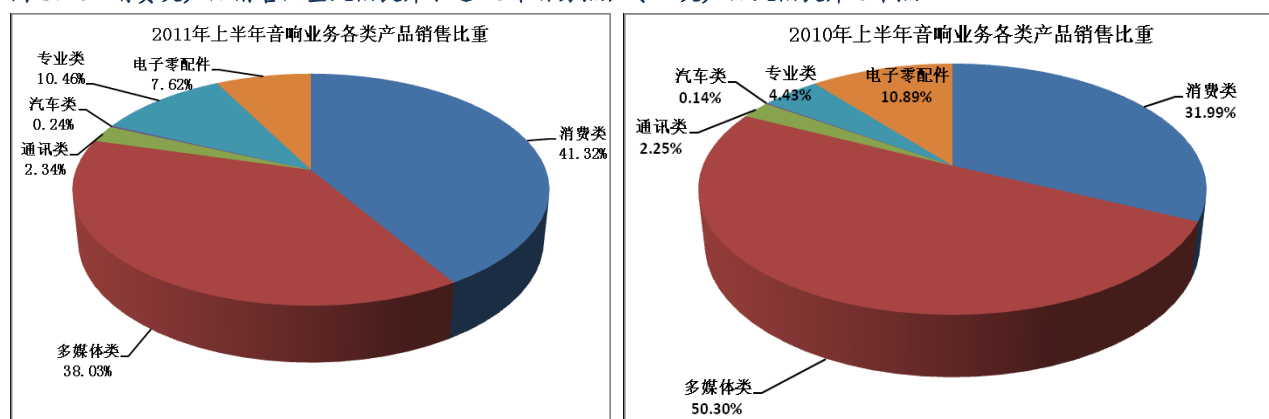
2) 海外订单、客户：海外市场开拓方面，公司继续实施大客户大订单策略，加强新老客户的新项目开发，2010 年下半年新开发的部分优质客户陆续有新产品投入生产，尤其是专业音响，取得比较大的突破。还有属消费类的平板电视机内置扬声器和销往美国的平板电视机一体化音响系统(Sound bar)的需求在 2011 年上半年表现明显，在美国零售市场同类型产品中，Sound bar 销售份额占据第一。同时公司对现有海外客户群进行优化、价值分析，淘汰无发展潜力的客户，维护和深度开发大客户。今年上半年公司对海外客户的预测订单数据更新比较准确和及时，前十大客户销售额维持在 80%左右，优质客户的订单呈上升趋势。

图 4 音响主营业务收入总体及各类产品与上年同期增减对比



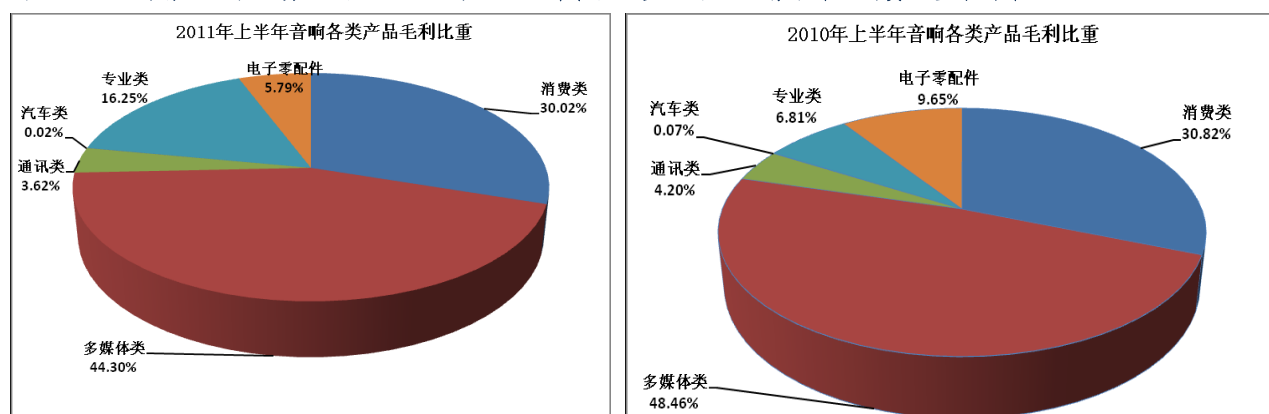
资料来源 公司中报

图 5、6 消费类产品销售比重大幅提升了近 10 个百分点，专业类产品大幅提升 6 个点



资料来源 公司中报（注：上半年音响主营业务中消费类产品增幅迅猛，销售比重由上年同期 31.99% 上升至 41.31%，提升了 9.33 个百分点，超过了以往占销售比重最大的多媒体类，主要是公司加大了平板电视机内置扬声器和外配一体化音响系统(Sound bar)的市场销售，这两类产品销售金额比上年同期大幅增长；技术含量最高的专业音响的销售收入比重提升了 6 个点，客户需求超过预期）

图 7、8 公司音响主营业务毛利比重——专业类上升最快，多媒体类略有下降，消费类基本持平



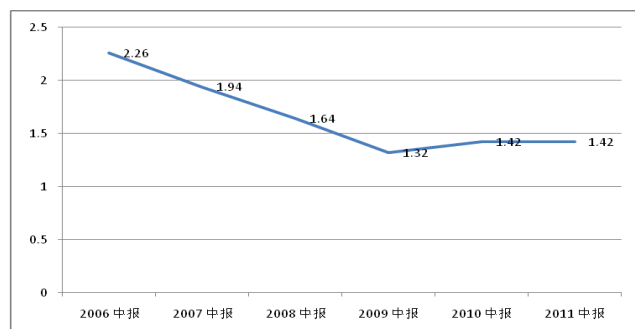
资料来源 公司中报（注：今年上半年消费类产品毛利比重为 30.02%，与上年同期 30.08% 相比，基本持平，主要是一方面占消费类比重最大的 Sound bar 产品毛利率未达音响其它产品的平均毛利率，另一方面公司基于抢占市场份额、扩大规模的策略，承接了部分客户毛利率较低的消费类产品订单转移，使消费类产品毛利比重小于其销售比重。多媒体类产品销售比重虽然从上年同期的 50.30% 降至今年上半年的 38.03%，下降了 12.27 个点，但其毛利比重 44.30% 仅同比下降了 4.16 个点，主要是公司多媒体产品档次较高，对某跨国公司客户的出货量比例在增大。专业音响类产品毛利比重 16.25%，大幅上升了 9.44 个点，主要是专业音响类产品的海外市场逐步放量，毛利率较高，发展前景良好）

3) 国内品牌渠道拓展：内销市场开拓方面，根据市场环境、现状采取了一系列举措，鼓励各地区网点建设和改造，推进对 130 旗舰店建设，至本报告期末，旗舰店数量增加至 36 家，分别设在广州、中山、东莞、深圳、杭州、宁波、武汉、青岛、济南、成都、重庆、沈阳、包头、福州、厦门、长沙、南昌等。旗舰专卖店从装修到店面布局都打破了传统销售卖场的格局，全面增加了别墅模拟客厅、影音工程样板间、智能家居控制系统和专业试音室，使得消费者更全面和贴切地感受音响效果，并将音响行业转化为家庭影音工程指导、设计，增加了店面销售

质量。下半年公司会继续增加旗舰店开设，逐步提高内销市场份额。

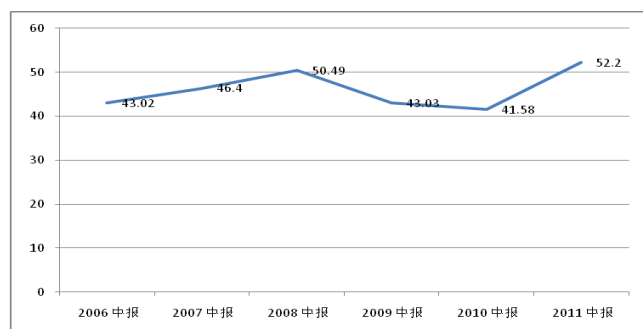
不满足反转条件的指标如下：

图 9 存货周转率较低



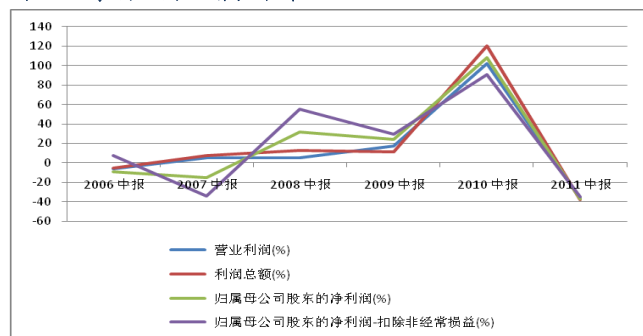
资料来源 公司公告（注：加强供应链管理的重要一环。公司在上游原材料存货的管理中实现资源共享，第二季度降低了几百万；成品库存管理方面，通过销售专员下订单，预测单，及时注意客户信息变化。我们认为，公司在这几年积极拓展客户、谋求发展的过程中，充分备足原材料是应对“急单”的必要措施，存货周转率下降在所难免）

图 10 资产负债率较高带来较高的银行贷款利息支出



资料来源 公司公告

图 11 净利润同比增长下降



资料来源 公司公告

综合以上线索，依然尚且不能构成调高公司投资评级的充分条件。

自上而下的预期差线索，未来宏观环境向好概率大于恶化概率

整个宏观环境仍然处于“滞胀”通道，短期内摆脱滞胀轨道不现实。然而迄今为止，部分负面因素已经兑现，部分负面因素已被市场预期较充分反应，未来宏观环境向好概率大于恶化概率。以上线索构成调高公司投资评级的充分条件。

图 12 与 10 个月前相比，自上而下的投资条件再考察



资料来源 国海证券研究所 (注: 我们的最终目的是为了寻找拐点, 重点不是对这七对相抗衡的矛盾做量化比较)

公司经营的预期差线索：市场未充分反应预期，构成调高公司投资评级的充分条件

基本定性判断：声音无处不在，但是由于看不见摸不着容易被投资者忽视——公司产品符合“听觉消费”的常识体验，声学消费品龙头有望最大程度的分享国内外市场成长。

1) 海外客户方面，“大客户大订单”构筑高壁垒：电声行业的属性是，进入壁垒其实并不高，但是一旦获得大客户的信赖，便具有了较

高的规模壁垒，才拥有了相当长时间内较为宽阔的护城河。公司客户包括日本东芝、松下、瑞士罗技、美国哈门等国际知名客户，未来将继续保持开发长期大客户，保证出口市场的“大客户、大订单”策略，培育 5000 万美元的客户（以往年度 2000 - 3000 万美元额度的客户）。例如，哈曼内部有很多部门，其多媒体、专业音响部门，一向很难进入，一旦获得订单，将是几十亿数量级的。其中反映的关键问题是：公司通过长期合作，获得了客户的信任，充分体现出公司在快速生产组织，质量保证体系方面的持续性能力；据我们调研了解，在与海外客户的长期合作中，公司逐渐获得了一定的议价能力：从 2011 年 7 月 1 日起，大部分海外客户同意提价，提价幅度不等；

2) 产品品类和结构方面，紧跟时代消费潮流，坚持中高端产品路线。“三年再造一个国光”的收入目标有望提前一年实现（**2011 年突破 20 亿元的销售额**）：重点发展多媒体类产品，消费类业务向中高端发展，专业类产品和通讯类产品在上半年刚刚获得突破。2010 年年报显示，公司音响主业新产品销售额突破 10 亿元，占全年音响主业销售额 17.54 亿元的 57.01%（2010 年主要是有源音箱的新产品突破），可见公司在新品类拓展上的积极态度；

——微型电声元件（微型扬声器），市场很大，市场集中度很低，满足 A 股市场的最佳投资逻辑。2011 年上半年智能手机爆炸式增长，以 APPLE 为首的专注智能手机的厂商在这轮智能手机发展中受益最高，据 IDC 数据显示，预计 2011 年全球智能手机销售将达到 4.2 亿部，占据全球手机销量的 25%。预计智能手机配套产品也会相应得到较好发展。公司于 2011 年 4 月 1 日成立由三名自然人共同投资设立的合资公司“广州仰诚精密电子有限公司”，进行微型电声元件、微型震动马达等微型电子元器件，微型娱乐音频配套产品研发、制造和销售，公司现金出资 2,925 万元占 65% 股权，其余三方以机器设备评估后作价出资 1,575 万元占 35% 股权。公司 7 月份刚刚投产，小批量生产，预计 2012 年底规模扩张，我们认为这是一个较好的市场机会，可以密切关注公司在微型电声元件业务上的进展；

——家居一体化高档消费类家庭影院和专业音响的销售额在增

加，专业品类突破加宽公司护城河。专业音响上半年增长 10%。国外做专业音响较为有名的公司有哈曼、boss、EV、QSC 等。我们判断，鉴于该类产品海外消费市场较好，将成为公司重点发展的一个方向。该产品开发周期较长，2 年左右，但是产品生命周期 6-7 年，比多媒体 1.5 年、消费类 2 年的生命周期长。2011 年专业音响实现收入 0.99 亿元，同比增长 250%。预计 2011 年全年有望实现 2-3 倍的增长，长期增长率有望回归 20-30% 的常态水平，并逐步提升；

——多媒体类（电脑、iphone、数字音响配套等，体积更小，更薄，技术更难一点，公司在多媒体类更有优势），市场大，市场集中度低，预计仍将是公司重点发展的方向之一，也是公司未来业务取得增长的重要看点之一。比如哈曼的多媒体类是 2010 年开始做的，以前做的主要是消费类。鉴于公司较强的技术开发能力，与哈曼的后续产品设计方案值得期待。2011 年多媒体类实现收入 3.6 亿元，同比增长 12%。预计 2011 年全年有望实现 15% 左右的增幅，长期增长将持续保持在 15-20% 的水平；

——消费类（配套电视机、传统大音响、内置音响、hifi，形状大）2011 年井喷增长不可持续，但可维持长期稳定增长。2011 年消费类实现收入 3.91 亿元，同比增长 90.7%。主要原因在于：2011 全球平板电视机销量增长迅速，随着“新兴国家需求增加”、“中国 TV 补贴延续”、“欧美稳定换机潮”与“Smart TV 新机刺激”等利多刺激，Displaybank 数据显示：预计 2011 年全球 LCD TV 出货量较 2010 年增长 16%，LED、LCD 电视将全面取代传统 CRT 电视，市场占比达 80%。随着平板电视产业链的推动，音响产品将成为平板电视必不可少的配套产品。凡是对音乐有追求，重视音响效果的消费者都不会满足平板电脑自带音响效果，因为平板电视机越来越薄，音质方面明显不如 CRT 电视音质饱满浑厚，消费者在听觉方面的享受无法满足。公司出口到美洲市场，并且安装简单方便的一体化音响系统弥补了平板电视机音质的不足，受到消费者的喜爱。但是，与此同时我们认为，由于消费类音响的技术变化周期较慢，电视机也正在当下移动互联和三网融合的背景下，逐渐变成历史的遗褪，此类型产品增长将保持平稳。预计 2011 年全年将保持在 50%

以上的增幅，长期增长放缓概率较大；

3) 产能保证得以完善：上游供应商保证和新员工培训。新工人培训通常要 1 个月，有很多技校进行校企合作，大批输送人，保证了公司保质保量完成新产品订单。今年 4 月份，近 5 年第一次召集上游原材料的供应商开会，改善准时交付率。供应商管理每个季度考核。SQE 工程师帮助改善质量进行工艺管理；

4) 内销方面是未来 5 年内的公司二次重要蜕变点，有望加宽公司的护城河。爆发点最快在 2012 年出现，完成公司计划至少需要 72% 的收入年复合增长率，任务较重。目前爱浪（美加）旗舰店发展速度慢于预期，爱威因其产品属性需求稳定（音响工程、会议设备）进展按部就班：公司计划到 2015 年达到 10-15 亿元的销售规模。国内暂时没有标杆。爱浪作为国内一线品牌，年销售额 1 亿多元。市场空间大，市场集中度低，全国 3000 多家。根据我们的调研信息反馈来看，公司预计年内旗舰店突破 60 家。我们认为，对于一家一直专注于音响生产制造的企业来说，音响旗舰店选址经验有待培育；公司通过专门的“音响事业部”主抓爱浪美加旗舰店建设，除了“别墅模拟客厅、影音工程样板间、智能家居控制系统和专业试音室”这样已有的高端消费服务之外，消费品类也有待为充分适应各个层次的消费者偏好做出积极调整，中低端产品线有待增加。2011 年旗舰店尚处于布局和试错阶段，预计 2012 年开始贡献利润。公司曾计划在 5 年内使得内销旗舰店的销售额达到公司整体营收收入的 30%，到 2015 年达到 15 亿元的销售规模，反推销售收入年复合增长率必须达到 71.9%（假设外销收入复合增速 20%，2015 年外销收入为 35 亿元人民币），我们对此将持续保持观察；

5) 随着产品品类逐渐渗透和逐步得到客户认可，整体毛利率有望从 2010 年下半年的低谷中逐季企稳，2011 年下半年回升至 20% 左右的概率较大，但未来 1 年回升到 25% 的历史高位概率较低：首先，公司毛利率一度较低，是因为材料方面用现金去抢材料，力保准时交货，客户要求很高，但是后面机会更多，保证信誉；其次，公司为毛利率设立了考核指标，收效明显。今年 1 季度同比下降 60%，2 季度同比下降 40% 以内，预计年底再缩小到跟 2010 年底持平的水平。具体措施是，

向客户落实低毛利产品单价提升工作，提高产品售价从而提高产品毛利。另一方面公司继续在生产效率上开展降成本工作，推进精益生产，通过管理加强产品过程控制，改进作业模式，加大机械化半自动化工作力度，减少生产操作人员，降低车间成本。年初请香港专家改善，有的车间做了试点改革，生产效率（产品入库工时）提升了 23% - 25%。还有很多生产线将陆续展开改革；再次，采购与生产方面，完善供应商考评与沟通机制，继续对供应商资源进行整合，密切关注材料成本变化，尤其是部分稀有金属价格，采取措施减少损失。根据下半年销售预测规划车间生产任务，整合车间，扩大梧州生产基地，全面展开扬声器生产线转移工作。第四，技术开发方面，加强 ODM 产品开发能力及进度。无论技术还是产品设计方案都凸显亮点或创新，在市场中占据优势，融入公司电声技术优势，设计出有竞争力的产品，提升产品技术含量。同时针对原材料钕铁硼磁钢的成本价格不断上涨，探索和分析其它可替代材料，考虑如何从更改设计的角度去控制和缩减成本；引入专业人才，攻克技术瓶颈，整合美加、爱威、公司本部的技术开发资源，提升整体研发水平，提升市场竞争力。——上限判断理由是：与此同时，从制造业研究员的公司中报点评中也可以看到，几乎无一例外的提到人力成本提升对公司盈利的负面影响，我们认为，长期来看，这似乎仍然是一个开始，人力成本仍有提升空间：全球雇佣一个制造业工人的成本，西欧 43 美元，东欧 10.5 美元，台湾 8.7 美元，马来西亚 4.9 美元，墨西哥 4 美元，中国 1.36 美元；另外，未来 1-2 年内，公司积极试水新客户、新产品，不可避免的会让渡一定程度的毛利率作为平衡，这都是公司长期做强的必经之路；

6) “三年再造一个国光”的 2 亿元净利润目标将在 2012 年集中实现，2011 年净利润比 2010 年力保不下降（1.15 亿元，扣非 0.95 亿元），反推 2012 年净利润增长至少达到 74%。长期来看，规模效应和技术进步将带来净利润增速运行在快于收入增速、低于 2012 年目标增速的正常区间：公司 2011 年 1-3 季度净利润大约为 0-30% 的降幅，逐步收窄。我们认为，2011 年全年净利润增幅为 0，来源于毛利率的大幅回升（2010 年下半年的 15.5% 到 2011 年下半年的 20%），2012 年达到 74% 的净利

润增幅，将主要来源于新产品的突破，工艺流程熟练、技术进步、品类调整、成本增速放缓所带来的整体毛利率持续回升。

综上，公司经营环境和内在管理的缺点显而易见，并已被市场充分看见，但并无致命缺陷，护城河加宽的趋势日益明显，这样的公司已经可以称为“完美”，符合我们寻找的“白马股”原则。以上线索构成调高公司投资评级的充分条件。

广州国光重要公告的预期差线索：市场预期集中于铝壳锂离子电池和微型电声元件的业务爆发，我们判断目前市场已充分反应该部分预期

股权激励撤销：2011 年 1 月，公司撤销股权激励草案。公司表示，待公司骨干人才队伍补充到位并经过一段时间考核稳定后再另行策划激励计划。我们认为，撤销股权激励是当时制造业环境迅速恶化之下的现实选择，公司顶住了压力，各项指标都在短暂触底后好转。待高管补充到位后，股权激励有望重启；

高管团队建设与维护：股权激励主要偏重于当下利益的分享。在西方，长期以国际家族企业为研究方向的英国胡佛汉顿大学高级研究员王勇认为，欧洲企业基本不会给职业经理人太多股权。我们认为，如果不采取股权激励，还可采取其他措施激励高管团队：激励机制可考虑采取短、中、长期三种方式——短期和管理者的经济效益、职务挂钩；中期和管理者的中长期目标挂钩；长期和管理者的终身挂钩，包括养老、儿女等事务安排；

对外投资或收购计划：

1) 2011 年 1 月 26 日，公司董事会通过了《关于对国光电子增资发展铝壳锂离子电池业务的议案》，拟对全资子公司国光电子增资 6,000 万，投入铝壳锂离子电池产能建设和市场开发。增资后国光电子注册资本增至 8,000 万元。公司此次对国光电子增资 6000 万已到位，主要生产铝壳锂电池，估计新产品容量会更大，目标市场是手机电池。按照公司规划，增资到位后建设期 1 年，试产期 1 年，达产后可形成日产 10

万支铝壳锂电池的产能,预计 2011 年下半年或 2012 年上半年开始贡献业绩。净利率和国光电子的聚合物锂离子电池的水平相仿(8-10%),销售规模来看,由于聚合物锂离子电池属于锂离子电池中较高成本的种类,市场应用受限,而铝壳锂离子电池成本低,在锂离子电池中市场覆盖率超过 50%,较聚合物电池有更大市场空间。国光电子自 2002 年设立以来,经过 8 年发展,已熟练掌握各类锂离子电池的生产技术和质量控制,为增加产品线,扩大销售规模和增加盈利品种,满足目前客户中提出铝壳锂离子电池的需求。目前商难以作出结论,必须保持实时观察;

2) 公司与王超军、张思阳和彭新淼三名自然人共同投资设立合资公司“广州仰诚精密电子有限公司”进行微型电声元件、微型震动马达等微型电子元器件,微型娱乐音频配套产品研发、制造和销售。公司现金出资 2,925 万元占 65%股权,其余三方以机器设备评估后作价出资 1,575 万元占 35%股权。目标市场是手机扬声器,达产后年产能 1 亿支,7 月份刚刚投产,目前小批量投入生产,预计 2011 年下半年贡献部分业绩,2012 年底实现规模扩张。

3) 2011 年 3 月 10 日,董事会审议通过《关于增设梧州子公司的议案》。公司名称拟为梧州国光电子科技有限公司,固定资产投入用于征地建设厂房约 22000 平米和宿舍约 15000 平米,向母公司购买约 40 条扬声器生产线和周边生产设备,购买仪器设备,建立扬声器测试实验室,建设期二年,分期建设分期逐步投产,达产后形成的扬声器及扬声器系统产能规模不低于公司目前在广州花都本部的扬声器及扬声器系统产能规模约 3.6 亿元/年。利用西部投资优惠政策,继续转移扬声器等音响部件到广西梧州生产。公司已在梧州建立生产基地,有成功顺利转移生产的经验,西部地区的劳工成本、生产成本较广东有优势;

4) 公司持有 40%股权的参股公司中山国光 2010 年 12 月 1 日达成股东协议,持有其 60%股权的大股东香港创汇实业将 30%股权以 300 万元转让给威莱数码(中山)。中山国光股东及持股比例变更为香港创汇 30%,威莱数码 30%,广州国光 40%。新股东威莱数码是 2002 年在中山设立的音响公司,主要从事数字化视听产品的生产销售,拥有 valle 注册商标,以及 120 家经销商的内销网络,威莱数码的加入为中山国光

注入新的品牌及销售网络，有利于带动中山国光的市场开拓和经营活力，公司投资收益有望提高。

重大合同公告：无。

再融资计划：2010 年 5 月 14 日，公司非公开增发 2188 万股（增发价 16.8 元/股，按最新股本摊薄为 11.2 元/股）。截至 2011 年 6 月 30 日，公司累计使用募集资金 12,863 万元，尚未使用募集资金余额 22,217 万元；与募集资金专户余额的差异为 9,905 万元，包括暂时补充流动资金款 10,000 万元，以及收到银行利息和支付银行手续费净额 94.90 万元。我们判断，鉴于两项关键技改项目正在顺利实施进程中，公司目前应暂无再融资计划。

公司股东变化和公司治理的预期差线索：大股东持股成本构成 25% 左右的“安全边际”

公司股东变化较大，显示出二季度市场对公司股价走势的分歧：险资加注，显示对公司长期投资价值的认可。新流通股东中的高歌平、上海天誉、中山联成、深圳华强 2010 年曾参与公司的定向增发（其中上海天誉参与了南通科技、时代新材、广州国光、长征电气、天康生物、桂东电力六家公司的增发；定增价摊薄后 11.2 元/股），四大解禁股东二季度的可能增持行为或者既增发前已有持股可摊薄成本（以二季度股价估算，增发之外股份的成本最低大约在 8 元左右，可摊薄增发成本至最低 10 元左右，构成公司的市场成本背书），这一方面显示老股东对公司发展的长期信心，但也可能会在 10 元左右的区域出现犹豫拉锯式震荡。假设 10 元钱是市场认可的股票成本，目前距离股东成本价尚有至少 25% 的“安全边际”。

表 7 公司流通股东变化情况对比

2011 年中报			2011 年一季报		
股东名称	持股数量	占总股本	股东名称	持股数量	占总股本
PRDF NO. 1 L. L. C	41,400,000	9.93	PRDF NO. 1 L. L. C	27,600,000	9.93
广东国光投资有限公司	36,000,000	8.64	广东国光投资有限公司	24,000,000	8.64
中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	8,442,253	2.02	中国农业银行-景顺长城内需增长贰号股票型证券投资基金	7,595,735	2.73
高歌平	6,900,000	1.66	中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金	4,520,000	1.63
上海天誉投资有限公司	5,700,000	1.37	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	4,141,400	1.49
泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	5,364,978	1.29	中国建设银行-银华富裕主题股票型证券投资基金	4,051,345	1.46
中国工商银行-景顺长城新兴成长股票型证券投资基金	5,313,670	1.27	中国农业银行-景顺长城内需增长开放式证券投资基金	4,030,880	1.45
中山市联成投资有限公司	5,250,000	1.26	交通银行-长城久富核心成长股票型证券投资基金 (LOF)	3,645,200	1.31
深圳华强投资担保有限公司	5,250,000	1.26	中国工商银行-景顺长城新兴成长股票型证券投资基金	3,542,447	1.27
交通银行-长城久富核心成长股票型证券投资基金 (LOF)	5,220,225	1.25	李妮	2,981,509	1.07
合 计	124,841,126	29.95	合 计	86,108,516	30.98

资料来源 Wind

股权解禁：目前公司仅余部分股权分置限售股，下一个解禁时间窗口是 2012 年 9 月；

高管增持、减持：2011 年上半年周海昌增持 10 万股。其他重大增持无；

公司治理：公司主营业务突出，做事低调踏实，财务政策透明稳定，信息披露及时，充分考虑中小股东利益，一度考虑的股权激励也充分反映了公司将管理层置于“职业经理人”+“股东代言人”的双重角色，既体现了大股东对管理层的充分授权放权，也体现了对中小股东利益的维护。

市场研究报告的预期差线索：“三阶段成长”价值，尤其是第一、第二阶段成长引擎的价值，尚未被市场充分认识；动量性增长引擎市场有过度乐观之忧

研究员普遍提到的重要关注事件（新增信息、超额信息、动量信息）、重要关注时点、关键疑虑、主要分歧——重要关注事件主要集中在：毛利率止跌回升、“手机链”的微型扬声器和手机电池爆发；重要关注时点：2011 年二季度的毛利率反转、2011 年下半年的通讯类产品爆发；关键疑虑在于：消费类的平板电视机扬声器的收入增长下滑；

公开新闻报道的主要观点——铅酸电池准入门槛升级，龙头股有望受益（2011-08-16）。据报道，《铅酸蓄电池行业准入条件》已起草完毕。业界预计，《准入条件》一旦出台，将使半数企业退出市场。中长期来看，利好行业龙头。中炬高新（600872）、华芳纺织（600273）、南洋科技（002389）、佛山照明（000541）、天齐锂业（002466）、当升科技（300073）、成飞集成（002190）、振华科技（000733）、杉杉股份（600884）、中信国安（000839）、广州国光（002045）等有望受益；

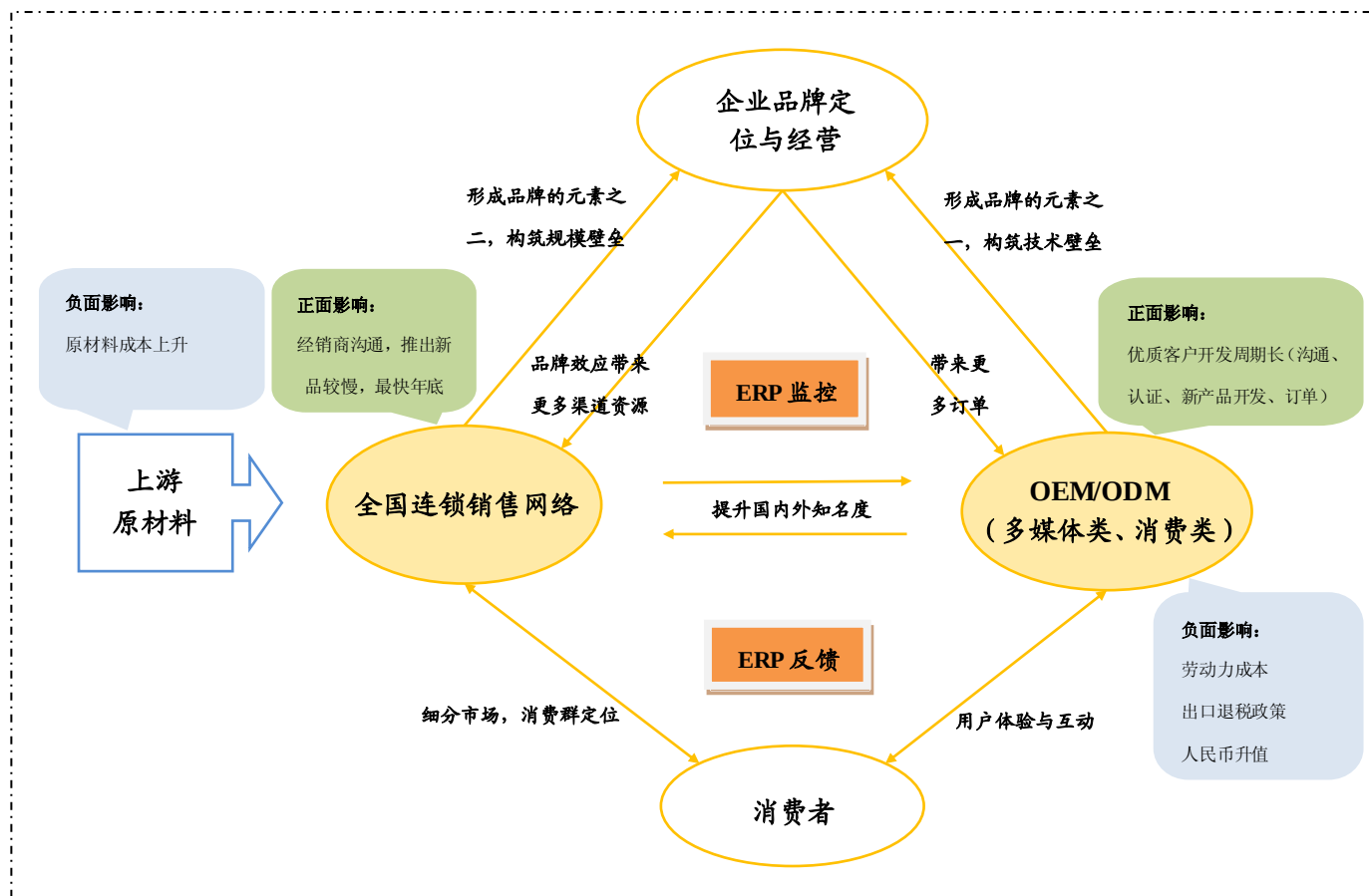
我们与研究员和新闻比较后的主要观点和关键疑虑——

主要观点：“三阶段成长”分别构成公司短期和长期投资价值，我们认为，接下来将观察到公司的“三阶段成长”现象：第一阶段应该关注反转性成长，反转引擎在于毛利率回升的速度和效果；第二阶段看长期稳定持续成长，成长引擎在于公司的核心竞争力；第三阶段看动量性成长，增长引擎看手机链业务、内销业务、新客户和新品类开拓。具体到财务指标，我们将首先观察到毛利率逐季稳步回升；然后是净利润的 2012 年冲量式增长，2013 年重新步入稳步增长；最后是规模效应带来的财务指标全面改善，这需要 1-2 年的调整时间。

如何理解公司第二阶段的增长引擎？我们认为，第一，成长都存在跨周期的问题，成长股是善变的，每轮行情都是成长带动，而一个本轮行情的领涨股只有 12.5% 的概率仍然是下一轮行情的领涨股。一轮行情周期大概平均 3 年，很少有跨周期的大成长股——广州国光也逃不出这个规律；第二，找相对容易判断、相对确定的。剔除前业绩下滑的基数效应（2012 年公司很可能面临一个“大洗澡之后业绩大幅度上涨的”现象）；第三，对于公司的海外新业务和内销业务，通常容易陷入中

国人有多少，每人消费多少，收入多少的误区，这样的假设 2-3 年内基本上都很难实现，我们也不想在广州国光身上重落窠臼。从这三个意义上，我们自然得出结论：“中大盘股的消费类股票似乎不是优先考虑的好对象。”——然而，公司又确实具有可以长期持续稳定成长的核心竞争力（图 13）：自上而下，公司具备高速成长的宏观故事：全球产业转移（社会需求）、多媒体、消费类产品和手机链高速增长（社会需求）、公司具备的资源和优势可迅速提高或占领份额，近两年收入快速增长，预计未来几年仍将保持较快速增长；自下而上，公司具有技术壁垒和品牌壁垒，海外新客户、新产品不断扩张，获取大订单能力加强，议价能力有提升趋势，内销渠道扩张加速。

图 13 公司核心竞争力模型



资料来源 国海证券研究所

关键疑虑：动量增长催化剂的时间点、内销网络建设的培育期和目标落实度。市场普遍认为 2011 年下半年手机链业务（微型扬声器和

手机电池)有望贡献利润,美加旗舰店开始转亏为盈。然而手机链业务处于试投产期,尚未规模量产,市场接受度有待证实;美加旗舰店培育期还需要观察,持续爆发性增长不太现实。历史数据中,家居装潢类、乘用车类爆发式增长也没有持续 3 年以上增长 50%以上,音响市场的增长也很难创造 5 年复合增长率 71.9%的奇迹。

下注之前,重新做一次反向推导:身处巨大的行业便利,公司积极拓展业务中势必要在各个财务指标中做出平衡

公司如果要做到 100 亿市值,给予 25 倍估值,需要盈利 4 亿。公司 2011 年净利润 1 亿元左右,2012 年力保 2 亿元净利润,要达到 4 个亿的利润规模,“这需要再造一个国光”。

从行业空间与结构来看,公司业务多数处于“市场巨大、市场集中度很低”的行业中,具有巨大的行业便利。关键在于公司自身发展速度,需要花多长时间才能达到设定规模?这有待于从公司“三阶段成长”模型中检验。2010 年初的 10 亿元收入规模,起点低,故提前一年在 2011 年底就达到了翻番的目标,再翻一番到达 40 亿元的销售收入,倘若按照 20%的年复合增长速度,需要 4 年时间,按照 30%的复合增长速度,需要 3 年时间。我们前边按照外销市场 20%的 CAGR,内销网络 71.9%的 CAGR,整体 25.7%的 CAGR,2015 年可达到 50 亿元的销售收入目标。海外市场部分可以期待,但是内销部分实现较为困难;

如果假设收入增长在 3 年内可以实现,势必将牺牲掉一部分毛利(前面已充分分析原因),净利润增速势必慢于收入增速,利润翻番需要更长的时间。假设是 5 年翻番,那么利润年复合增长率需要达到 15%。这对于一个制造企业来说,其实是一件比较难以做到的事(大批量数据回测与检验该报告略)。

盈利预测

表 8 公司 2011-2012 年盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	961,980,100.00	1,013,001,000.00	1,720,788,638.00	2,490,539,189.40	3,172,082,526.10
音箱(元)	619,835,200.00	673,606,300.00	1,257,632,225.00	1,886,448,337.50	2,395,789,388.63
增长率(%)		8.68%	86.70%	50%	27%
扬声器(元)	216,182,500.00	235,233,400.00	302,906,713.00	393,778,726.90	511,912,344.97
增长率(%)		8.81%	28.77%	30%	30%
其他(元)		29,007,000.00	36,609,400.00	42,100,810.00	48,415,931.50
增长率(%)			26.21%	15.00%	15.00%
电池(元)	0	0	0	10,000,000.00	20,000,000.00
增长率(%)					100%
电子零配件(元)	125,962,400.00	104,161,300.00	160,249,700.00	200,312,125.00	244,380,792.50
增长率(%)		-17.31%	53.85%	25.00%	22.00%
主营业务利润	246,373,300.00	270,325,700.00	423,123,918.00	500,877,169.92	700,608,786.79
音箱(元)	180,944,100.00	196,723,700.00	217,441,432.00	377,289,667.50	527,073,665.50
增长率(%)		8.72%	10.53%	73.51%	39.70%
扬声器(元)	40,175,100.00	48,269,600.00	71,088,886.00	86,631,319.92	122,858,962.79
增长率(%)		20.15%	47.27%	21.86%	41.82%
电池(元)	0	0	0	900,000.00	1,800,000.00
增长率(%)					100.00%
电子零配件(元)	25,254,100.00	25,332,400.00	134,593,600.00	36,056,182.50	48,876,158.50
增长率(%)		0.31%	431.31%	-73.21%	35.56%
毛利率(%)					
音箱(元)	29.19	29.20	17.29	20.00	22.00
扬声器(元)	18.58	20.52	23.47	22.00	24.00
电池(元)	0.00	0.00	0.00	9.00	9.00
电子零配件(元)	20.05	24.32	16.01	18.00	20.00
期间费用率(%)	16.79	15.63	13.11	15.90	14.70
管理费用率(%)	8.13	8.69	7.10	7.7	7.2
销售费用率(%)	3.97	3.52	3.31	3.5	3.5
财务费用率(%)	3.15	2.52	2.34	3.5	3
资产减值损失/营业收入(%)	1.54	0.90	0.36	1.2	1
投资净收益	8,406,292.00	2,623,844.00	11,901,353.00	11,901,353.00	11,901,353.00
营业外收入	5,804,427.00	6,854,696.00	18,507,188.00	20,000,000.00	20,000,000.00
利润总额	101,354,433.00	126,930,989.00	135,301,534.00	136,782,791.80	266,214,008.45
所得税	11,375,891.00	15,439,994.00	20,358,901.00	20,517,418.77	39,932,101.27
归属于母公司股东的净利润	89,978,542.00	111,490,995.00	114,942,633.00	116,265,373.03	226,281,907.19
净利润增长率(%)		23.91%	3.10%	1.15%	94.63%
净利润复合增长率(%)			26.60%		
每股收益(元)	0.22	0.27	0.28	0.28	0.54
总股本(股)	416,904,000.00	416,904,000.00	416,904,000.00	416,904,000.00	416,904,000.00

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.28/0.54 元，当前股价（8.00 元）对应 PE 分别为 29/15 倍。公司是消费电子类行业少有的稳健性品种，2010 年增发募资扩张了音响生产线，进行了技术升级。2011 年收入已提前实现“三年再造一个国光”的目标，2012 年有望实现净利润“三年再造一个国光”的目标。公司适应市场的能力日益增强，新产品开发速度加快，目前综合实力仅次于日本 Foster，几年内将全面超过台湾美隆电器和新加坡东亚科技。爱浪内销网络、手机链业务是新的利润增长点；未来 3-6 月将继续受到原材料、劳动力、汇率成本上升等既有风险影响，但公司已奋力度过 2010 下半年到 2011 一季度最困难的时期，所受冲击已明显减少。接下来将观察到公司的“三阶段成长”，在自上而下和经营预期差的线索中，可以找到调高投资评级的充分条件，调高公司的投资评级由“中性”至“增持”。

表 9 可比上市公司相对估值（2011-8-31）

	NAME	P	MKT_CAP	P/B	EV/EBITDA	P/CF	EPS			PE			PS		
							2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
							-0FY	1fy	2fy	-0FY	1fy	2fy	-0FY	1fy	2fy
002045 CH EQUITY	广州国光	7.97	3.32E+09	2.44	-	-	0.321	0.64	0.91	24.8	12	8.8	1.99	2.44	1.88
002241 CH EQUITY	歌尔声学	25.7	1.93E+10	11.8	44.87	67.8	0.365	0.6	1.028	70.4	40	25	-	4.18	2.39
002351 CH EQUITY	漫步者	12.21	3.59E+09	2.35	36.1	37	0.46	-	-	26.5	-	-	4.6	-	-
2477 TT EQUITY	美隆电	12.35	3.29E+09	0.91	54.6	33.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9102 TT EQUITY	东亚科技	-	-	-	2.19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EAT SP EQUITY	东亚科技	-	-	-	2.19	-	0.014	-	-	-	-	-	-	-	-
6794 JP EQUITY	日本 Foster	1142	2.68E+10	0.81	5.18	-	218	137.9	209.3	5.2	8	5.5	0.27	0.25	0.23

资料来源 Bloomberg

风险因素

- 1) 新型消费电子产品处于市场成长期，相应的多媒体音箱行业竞争态势未定，竞争激烈，成为毛利率回升阻力；
- 2) 美加音响、爱威音响能否达到发展目标，是未来几年转型成败关键；

3) 主要原材料价格上涨, 劳力成本继续上涨, 给公司生产成本控制带来不可预知的困难;

4) 两个手机链产品的市场适应速度。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。